

05 de marzo de 2024

Daily Mercados

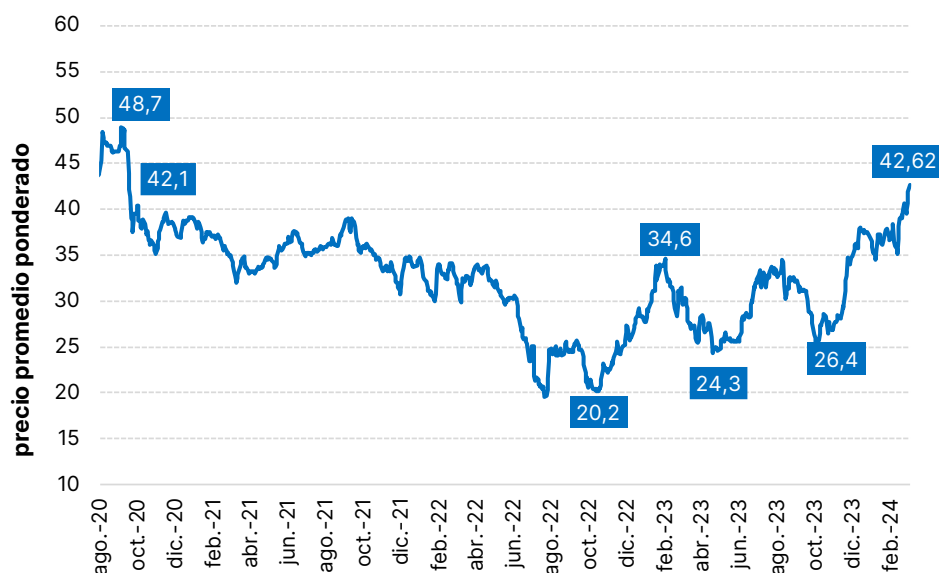
ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

¿Cómo respondió el mercado de bonos al anuncio del Pacto de mayo?

La deuda soberana en dólares luego de arrancar la semana con una increíble alza de hasta 4% luego de que Milei se mostrará receptivo a dialogar lanzando el Pacto de mayo, finalizó con notables incrementos, aunque, **aminoró un poco los avances tal como esperábamos.** En este sentido, la curva de Globales se movió en territorio positivo entre 1% y 2,1% lo que desplegó al precio promedio ponderado hasta los US\$42,62. Esta cifra es la más alta desde fines de septiembre del 2020. El GD35 y el GD46 presentaron las subas más significativas, avanzando 2,1% y 2%, respectivamente. Como habíamos mencionado ayer, si bien esperábamos que la reacción del segmento sea positiva, era razonable que la suba se atenúe con el correr de las horas. ¿Por qué? Si bien que Milei exhiba una posición dialoguista reflejará una tónica positiva en la deuda en dólares, recordemos la tensión entre gobernadores y Nación reinante la semana pasada persiste. En este sentido, **habrá que aguardar para ver cómo se desenvuelve el debate entre las partes.**

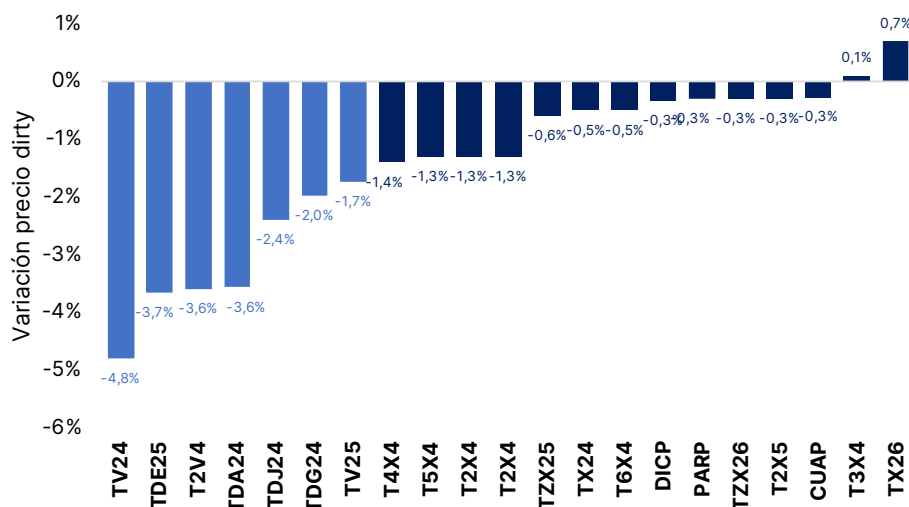
Evolución del precio promedio ponderado Globales



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En lo que a deuda en pesos respecta, **como habíamos adelantado, el segmento de Dollar Linked y Duales comprimió fuertemente devolviendo el rally del viernes.** En nuestro último [Perspectivas](#) mencionamos que los movimientos positivos del viernes (bonos Dollar Linked cortos escalaron hasta 4,5%) estuvieron motivados por rumores sobre un posible anuncio de unificación cambiaria que no se concretó en el discurso de Milei el viernes por la noche. Por ende, esperábamos que el desempeño de las coberturas contra devaluación sea bajista dado que el alza del viernes se originó por un simple rumor ante la expectativa de un anuncio cambiario. Comentando un poco lo que fue la performance de la curva en pesos ajustada por inflación (CER), en la misma dirección que los bonos Dollar Linked, los bonos CER tuvieron un comportamiento bastante flojo, aunque no exhibieron una caída tan marcada como la de las coberturas Dollar Linked. En esta línea la curva CER cedió entre 1,4% y 0,3%. Solo algunas excepciones como el T3X4 y el título TX26 terminaron el día positivos.

Performance de la deuda en pesos ayer (1D)

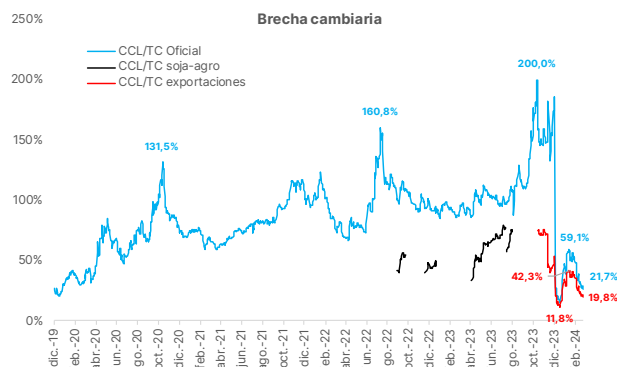
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)****El peso y el mercado de cambios el día después del discurso de Milei**

Como esperábamos tras el discurso de Milei del viernes por la noche para iniciar las sesiones ordinarias en el Congreso, los activos locales reaccionaron positivamente (ver “¿Cómo respondió el mercado de bonos al anuncio del Pacto de mayo?” para mayor detalle). En este sentido, el peso argentino no se quedó atrás y retomó su proceso de apreciación. En detalle, **el CCL Senebi, inversa del peso, cedió 1,9% ayer hasta \$1.064, borrando por completo la suba del viernes** de 1,4% que lo había llevado a finalizar en \$1.085. Así, el dólar financiero quedó 0,6% por debajo del cierre del jueves (\$1.085). Tomando una mayor perspectiva, el CCL se desplomó 37,9% desde que asumió Milei y 36% desde su máximo reciente alcanzado el 18/01. Gracias a este desplome, **se hundió 2,7% por debajo del promedio 2014-2024** (\$1.093). Para retornar al promedio de 2017, mejor año de la gestión Macri, debería caer 43,6% adicional hasta \$600. Como mencionamos en nuestros últimos informes, consideramos que todavía faltan definiciones económicas para que el CCL vuelva a este punto. En otras palabras, **la fuerte baja del CCL se justifica en los flujos más que en los fundamentos**. Por ende, **mientras la liquidación de los exportadores continúe fluyendo, derivando en una oferta extraordinaria en el mercado financiero, la apreciación puede seguir extendiéndose**. Así las cosas, **la brecha cambiaria cedió hasta 26%, el nivel más bajo desde fines de diciembre**, aunque todavía prácticamente duplica al mínimo de la gestión Milei de 15,2% alcanzado el 27/12. Por su parte, la brecha entre el CCL y el tipo de cambio efectivo para los exportadores mermó hasta 19,8%, acercándose a su mínimo de 11,8% y manteniéndose en niveles relativamente bajos que permiten que la liquidación fluya.

El CCL sigue extendiendo su abrupta baja

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

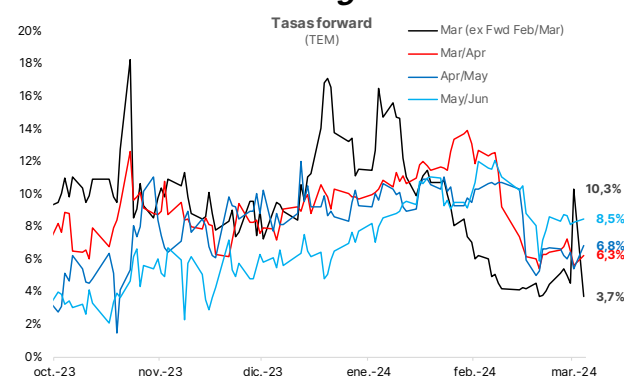
La brecha continúa comprimiendo



En línea con la compresión de la brecha y como anticipamos en nuestro [último Perspectivas](#), los **futuros de dólar de ROFEX cayeron fuertemente ayer, revirtiendo por completo las abruptas subas del viernes** ante nulos anuncios cambiarios en el discurso del presidente en el Congreso. Precisamente, **se hundieron entre 1,4% y 6%**, más que compensando los incrementos del viernes (entre 1,4% y 5,5%). En consecuencia, los contratos cayeron entre 0,8% y 1,8% en lo que va de marzo, con excepción del de julio y agosto que permanecen sin cambios. Considerando los movimientos de ayer, **la suba directa esperada del tipo de cambio oficial en marzo se desplomó a 3,7% desde 10,3% el viernes, volviendo a su mínimo reciente** y estando más en línea con un *crawling peg* al 2% mensual. En tanto, la tasa forward marzo/abril trepó de 5,6% mensual a 6,3% por una caída más abrupta del contrato de marzo que de abril, la de abril/mayo escaló de 5,4% a 6,8% y la de mayo/junio de 8,3% a 8,5%.

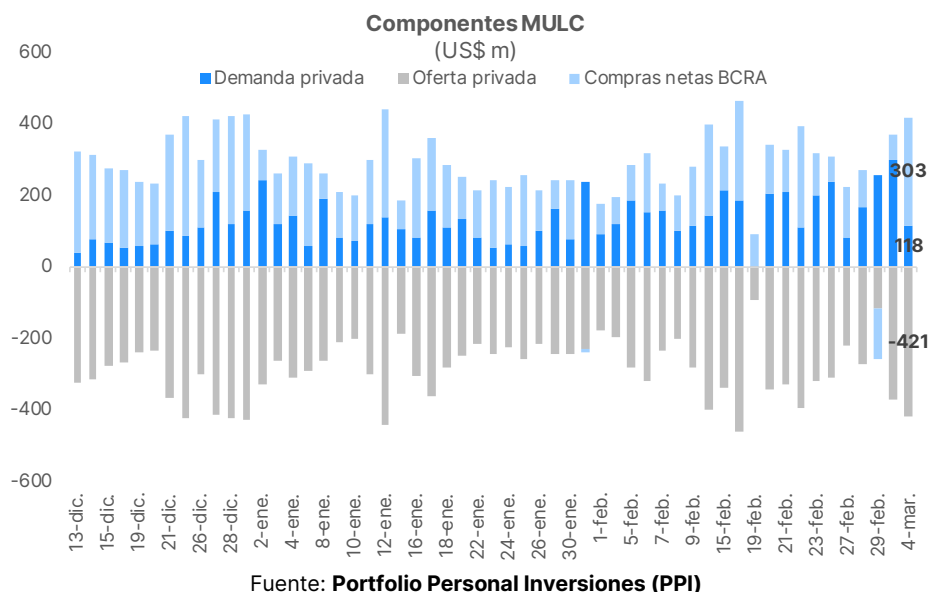
Los futuros revirtieron por completo la fuerte suba del viernes

	29-feb.	1-mar.	4-mar.	1-mar.	4-mar.	Acum.
mar-24	881	929	874	5,5%	-6,0%	-0,8%
abr-24	942	985	932	4,6%	-5,4%	-1,1%
may-24	1.005	1.040	998	3,5%	-4,0%	-0,7%
jun-24	1.081	1.120	1.077	3,6%	-3,8%	-0,4%
jul-24	1.175	1.192	1.175	1,4%	-1,4%	0,0%
ago-24	1.260	1.284	1.260	1,9%	-1,9%	0,0%
sep-24	1.350	1.380	1.340	2,2%	-2,9%	-0,7%
oct-24	1.430	1.470	1.420	2,8%	-3,4%	-0,7%
nov-24	1.520	1.560	1.496	2,6%	-4,1%	-1,6%
dic-24	1.605	1.635	1.580	1,9%	-3,4%	-1,6%
ene-25	1.695	1.720	1.665	1,4%	-3,2%	-1,8%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**La tasa directa de marzo volvió a estar en línea con un *crawling* al 2% mensual

Por último y en relación con los flujos, detectamos que **el volumen operado agregado en dólar spot en MAE** (considera todos los plazos de liquidación) **saltó a US\$421 millones, el mayor en once ruedas**. Como resultado, **el BCRA adquirió US\$303 millones ayer en el MULC, la tercera mayor compra desde la devaluación del 13/12**. Tomando en cuenta estos guarismos, notamos que **la demanda privada se desaceleró a US\$118 millones**, lo que contrasta con US\$302 millones, US\$256 millones y US\$169 millones en las tres jornadas previas. Dado lo liquidado en el mercado oficial, podemos inferir que **alrededor de US\$84 millones se liquidarán vía el CCL en los próximos días, contribuyendo a extender la calma del dólar financiero**.

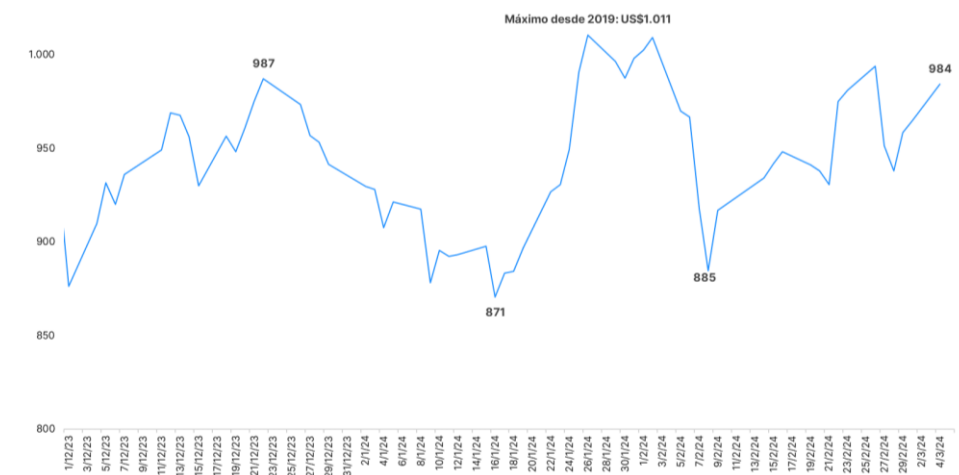
Abultadas compras del BCRA en una rueda con mucho volumen operado

**Merval: de la euforia a la moderación**

El Merval arrancó la semana con euforia, pero se fue moderando a lo largo de la rueda para cerrar 2,0% por encima del cierre del viernes hasta los US\$984. Medido en pesos el índice local bajó 0,7% pero fue más que compensado con una fuerte baja del dólar implícito de los ADRs, que se desplomó 2,64%. La bolsa local operó mixta, con fuertes bajas en ALUA (-4,33%), PAMP (-4,17%) y EDN (-3,60%), en tanto BYMA (+4,71%), TGNO4 (+3,53%) y VALO (+3,52%) cerraron el día con las mayores subas. Por su parte, los ADRs operaron mayormente en negativo con bajas considerables en MELI (-3,27%), CAAP (-3,00%) y GGAL (-2,60%), mientras que YPF (+4,94%), BBAR (+2,83%) y LOMA (+2,50%) encabezaron los verdes. **Merece una mención especial Galicia, que, a pesar de haber presentado un balance con buenos resultados, aunque no extraordinarios, cerró la jornada a la baja** (Ver GGAL presentó su 4Q23).

En la mañana del lunes, luego de los anuncios del presidente, Javier Milei, en el acto de apertura de sesiones ordinarias del Congreso de la Nación, **las acciones argentinas arrancaron la jornada con euforia, mostrando subas superiores al 4%. Sin embargo, en el transcurso de la jornada la demanda fue cediendo ante una oferta cada vez mayor**, llevando a culminar el día con una suba en dólares apuntalada por la fuerte baja del tipo de cambio. Sin lugar a duda, el llamado al diálogo constituye un paso positivo para encarar las reformas propuestas por el gobierno, mas queda mucho camino por recorrer. **La cautela parece ser la actitud prevalente entre los inversores, puesto que el fracaso del tratamiento de la Ley Bases y el conflicto con los ejecutivos provinciales son muy recientes** e infunden incertidumbre sobre la posibilidad de volver a tratar la propuesta de Ley del oficialismo antes de firmar el Pacto de Mayo. A nuestro entender, un acuerdo a partir del cual el oficialismo logre que se aprueben la Ley Omnibus y el DNU 70/2023, y las provincias salgan más airoas en términos fiscales, sería un excelente driver para los activos argentinos.

El Merval subió 2,0% en la rueda del lunes



frente al 3Q23 y un 1581% frente al 4Q22. Al igual que Banco Macro, GGAL se posicionó fuertemente en duales del Tesoro Nacional (posición de \$319.840 millones al 4Q23; +18x vs 3Q23; +36x vs 4Q22) capitalizando la devaluación del 13 de diciembre, tras la asunción del nuevo gobierno. Al igual que para BMA, no creemos que se trate de un evento repetible en el próximo ejercicio.

Avanzando con el estado de resultados, los beneficios al personal aumentaron 45% yoy, mientras que los gastos de administración sumaron 19% y otros gastos operativos 22%. De esta forma, **el resultado operativo alcanzó los \$764.001, superando en 154% al del 4Q2022**. Cabe mencionar que la aceleración inflacionaria golpeó a los resultados de GGAL fuertemente, devolviendo un resultado por la posición monetaria neta de -\$585.761 millones, un 45% mayor al del 3Q23.

A nivel de grupo, vemos una contracción del balance. Los activos caen un 2% frente al mismo período del 2022 y los pasivos un 4%, resultando en un patrimonio neto un 6% superior al del 4Q22. **En cuanto a los principales rubros para una entidad bancaria, los depósitos se redujeron un 14% en términos reales yoy, mientras que los préstamos cayeron hasta un 21%.**

Deteniéndonos en los resultados del principal negocio del grupo, Banco Galicia, vemos que el resultado neto del período cayó 7% frente al 4Q22. Por más que los ingresos operativos netos crecieron un 89% en términos interanuales, ayudados por el resultado extraordinario en la cotización de oro y moneda extranjera, el efecto de la posición monetaria neta y el aumento en los egresos, principalmente por beneficios al personal y gastos de administración, eliminaron la ventaja obtenida. Por otra parte, si bien no tiene tanto peso dentro de los resultados del grupo, **el resultado de Naranja X de \$15.371 millones en el 4Q23 (+2.198% yoy)** merece ser mencionado. **Este fue producto de un aumento del resultado operativo producto de un fuerte incremento en el resultado neto por intereses (+106% vs 4Q22) y el resultado neto de instrumentos financieros (+155% vs 4Q22).** Ello demuestra que también Naranja X logró sacar provecho de los instrumentos ofrecidos por el Tesoro, siendo que su tenencia de títulos de deuda se multiplicó por 101x año a año.

Como lectura general del balance, podemos afirmar que **fue un trimestre aceptable para Grupo Galicia**, considerando el contexto en el que opera, aunque **al haber estado menos expuesto a duales y sobreponderando la deuda CER, el balance no mostró la excepcionalidad de los resultados que vimos en BMA la semana pasada**. Es factible que dicho posicionamiento lo haya dejado mejor parado de cara al 1Q24, aunque no podremos estar seguros hasta dentro de unos meses. No obstante, es importante notar que dichos resultados financieros provienen de situaciones extraordinarias. En esta línea, **nuestra apuesta sobre el sector financiero se apoya en un camino descendente de la inflación que derive en una recuperación y expansión del mercado crediticio**. Creemos que el Grupo se encuentra bien parado para capitalizar y encabezar dicho rebote.

Aspectos destacados al cierre del FY23

\$282.773 millones

Resultado del ejercicio

+103% vs. 2022

24,75%

Ratio capital

-84 bp vs. 4Q 2022

18,18%

ROE

+888 bp vs. 2022

60,59%

Eficiencia

-1.342 bp vs. 2022

10,90%Participación de mercado:
Préstamos sector privado

-89 bp vs. 4Q 2022

9,90%Participación de mercado:
Depósitos sector privado

-69 bp vs. 4Q 2022

299

Sucursales

5.765

Colaboradores

\$58.918 millones

Resultado del trimestre

-7% vs. 4Q 2022

2,34%

Calidad de cartera

+19 bp vs. 4Q 2022

141,60%

Cobertura

-8.474 bp vs. 4Q 2022

7.417Cuentas de depósito
en miles**4.367**Tarjetas de crédito
en miles**14,20%**

ROE

-223 bp vs. 4Q 2022

57,14%

Eficiencia

-486 bp vs. 4Q 2022

5,24%

Riesgo de crédito

+65 bp vs. 4Q 2022

3,97%

Riesgos de crédito 12M

+97 bp vs. 2022

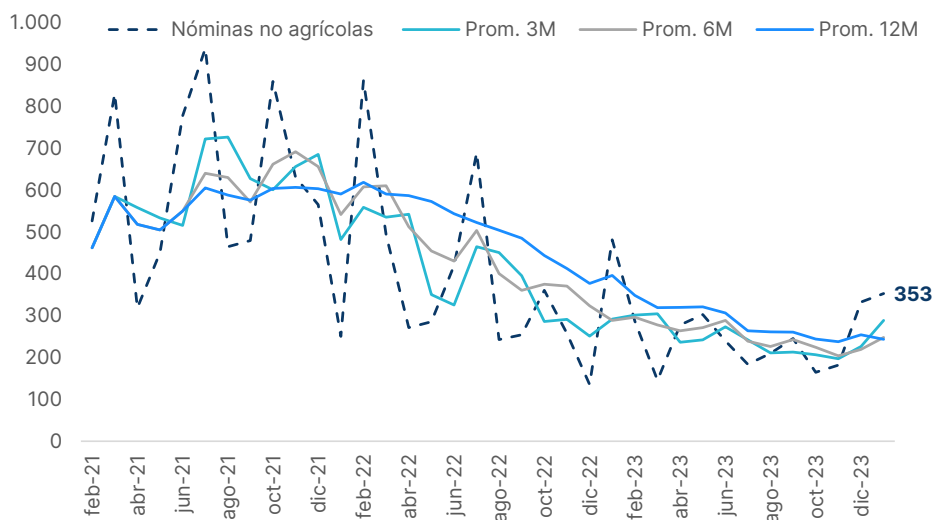
89%

Clientes digitales

Fuente: Grupo Galicia

Semana de datos laborales, ¿los datos de enero fueron un *outlier* o cambio de tendencia?

El viernes se darán a conocer los datos oficiales de la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS, según sus siglas en inglés) para la cual **los analistas del mercado esperan que las nóminas no agrícolas se reduzcan en 200 mil** desde los 353 mil en enero. En lo que va de 2024, la historia fue de fortaleza y sobrecalentamiento de los indicadores en general: inflación por encima de lo esperado, el crecimiento económico superó las expectativas, y la creación de empleo excedió ampliamente las estimaciones del mercado. Más allá de esto, en el gráfico de abajo se observa como **la tendencia de las nóminas no agrícolas fue descendiendo en los últimos años, tras los picos observados en 2021 por la salida del Covid-19**. De esta forma, cuando se conoció el reporte de empleo de enero, la preocupación inundó al mercado. Sin embargo, como mencionamos anteriormente, **el mercado espera que sea un dato aislado y que en febrero la creación de empleo retome la senda de desaceleración**. Así, el reporte de este viernes cobra suma importancia. ¿El mercado laboral se vuelve a recalentar y vamos a un “no landing”, o los datos que conocimos este último tiempo se vieron alterados por ciertas particularidades del momento y afectados por la estacionalidad?

La tendencia bajista de las nóminas no agrícolas se interrumpió en enero (En miles)

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

En este contexto, **los futuros de los principales índices bursátiles amanecen en rojo**. El Nasdaq desciende 0,61%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones, que hacen lo propio en 0,36% y 0,27%, respectivamente. En lo que a commodities respecta, **el precio del petróleo comienza el día en terreno negativo, mientras el oro sube**. El WTI cede 0,9% hacia la zona de US\$78 por barril, a la vez que el Brent cae 0,8% hasta US\$82. Por su lado, la onza de oro al contado, representada por el índice XAU, suma 0,6%, ubicándose en torno a US\$2.126. ¿Qué sucede con los bonos? **Los rendimientos de los Treasuries arrancan el martes a la baja**. La tasa de referencia a 10 años recorta 4 pbs hasta 4,18%, a la vez que el tramo corto de la curva (tasa a 2 años) disminuye en 3 pbs hasta 4,58%. Como resultado, el spread entre la tasa de 10 y 2 años se sitúa cerca de los -40 pbs. Finalmente, **el dólar se aprecia levemente frente al resto de las divisas del mundo y DXY crece 0,08%** hasta 103,9 puntos.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

☎ 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.